

《研究ノート》

1972年6月の公定歩合引き下げに  
かんする一つの疑問

－問題設定－

一ノ瀬 篤

I

1970年10月に日銀が公定歩合を0.25%引き下げて以来、日銀政策は金融緩和の方向に向かう。1969年9月にいわゆる「はじめての経常国際収支黒字下の引締め」を行って以来、ほぼ1年で金融緩和に方向転換したことになる。

この引き下げを含めて、これ以降、公定歩合は次のように合計6次にあたって引き下げられた。

1970年10月	6.25	→	6.00%
1971年1月	6.00	→	5.75%
5月	5.75	→	5.50%
7月	5.50	→	5.25%
12月	5.25	→	4.75%
1972年6月	4.75	→	4.25%

約20ヶ月のあいだに6度にわたって、合計2%の引き下げが行われたこと

になる。この日銀政策に関して、問題とすべきは次の二点であろう。

- ① なぜ6次にわたる小刻み連続引き下げという形がとられたのか。さらに、そもそも70年代にはいると、公定歩合の動きがこのように連続的な形に変化しているのはなぜか<sup>(1)</sup>。

(もちろん、これ以前にも連続的引き下げ・引き上げはあった。しかし、それまで—1953—54年の「金融政策の復活」以降—は、1962年10月から1963年4月にいたる4次にわたる引き下げを極端例としてあげ得るのみで、それ以外は引き下げにしても引き上げにしても、連続措置は2次、3次にとどまっていた。これに反して、この6次にわたる引き下げを含め、1970年代以降1990年8月30日（この後者は、バブル退治の一連の引き上げにおける最後のものの日付け）までを見ると、引き上げ・引き下げともに、それぞれ6次（本稿の対象期）、5次〈引き上げ：1973年4月—同12月〉、8次〈引き下げ：1975年4月—1978年3月〉、5次〈引き上げ：1979年4月—1980年3月〉、10次〈引き下げ：1980年8月—1987年2月〉、5次〈引き上げ：1989年5月—1990年8月〉というように、措置の連続的性格が非常に強くなっている）

- ② この6次にわたる引き下げの意図は何だったのか。

上の①については、本稿ではふれない。本稿では②のみを問題とする。さて②については、本稿では特に1972年6月の0.5%引き下げに焦点を当てる。なぜなら、この第6次引き下げこそが、当時の日銀政策の失敗を象徴的に具現するものとして後に最も厳しい批判の対象になったのであるが、筆者の観点からすれば、その割には引き下げ意図の真相に重要な不明点を残しているからである。

この第6次引き下げについては、日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』第六卷（1986年）（以下、『百年史』六と略記）をはじめとする通常の見解は、およそ次の通りである。

すなわち「変動相場制移行までは、当時の世論（財界、マスコミ、学界など）を背景として、政府も日銀も、ともに『円切上げ回避』、『切上げ幅縮小』もしくは『再切上げ回避』を金科玉条的な目標としていた。第6次を含め、一連の公定歩合引き下げは金利水準の引き下げによる内需拡大、そして、これによる経常収支黒字の削減を狙いとしていた。しかし、第6次引き下げの場合、政府・日銀ともに、すでに進行していた国内景気回復の速度・強度を過小評価していた。また、同じことになるが、引き下げの時機も適切でなかった。この結果、折から発足した田中内閣の拡大財政路線—その前の佐藤内閣も、年の前半を通じて“設備投資主導型ではない、安定成長のための景気回復、そのための財政拡大”を推進していた—とあいまって、インフレ圧力を高め、第一次石油危機以前にすでに年率10%を超すインフレを引き起こすことになった」<sup>(2)</sup>

筆者は1972年6月の第6次引き下げにかんする以上のような理解を全面的に否定するものではない。事態の主要な流れは上記の通説の説く通りであろう。しかし、『百年史』六の当該箇所を繰り返して読むほどに、かなり重要な或る一点について、いわば「不明瞭な点が明瞭になってくる」ように思われる。本稿では、この第6次引き下げについて、何が不明瞭なのかということをも明らかにしておきたい。これが一つの問題提起となる。

## Ⅱ

『百年史』六は、1970年10月にはじまり、1971年7月に至る合計4次の公定歩合引き下げについて、「いずれも国内経済情勢に主眼をおいた措置であったが、同時に対外的配慮のウエートも漸次増大していた」と述べている（312頁）。ここで問題となるのは「対外的配慮」の中身である。可能的には二つが考えられる。一つは「金利引き下げ→国内需要拡大→輸入増加→貿易・経常収支の黒字減少もしくは赤字化」という、実物経済への影響を経由

した国際収支の均衡化、つまり「経常収支」黒字の是正を念頭においた配慮である。いま一つは金利引き下げによって米欧金利水準との差を縮め、これによって資本流出を促し、資本流入を抑制するという効果を念頭においた配慮、すなわち「資本収支」黒字是正への配慮である。

『百年史』六は、上記の引用文に続けて「たとえば46年（1971年…一ノ瀬）1月の引き下げの場合、対外発表文<sup>(3)</sup>に『海外情勢をも配慮し』ということが明記されているが、5月の引下げについても、本行は海外金利との格差が幾分とも縮小し、かつ結果的に輸出プレッシャーの減退、輸入の増大を通じて貿易収支の黒字幅縮小に好影響を与えることを期待していた。また、さきに要旨を紹介した『円問題についての総裁の見解』<sup>(4)</sup>でも、5月の公定歩合引き下げは円切上げ回避を意識したものであることがはっきり述べられている」（312-313頁）と述べている。

この引用文、特に筆者がアンダーラインを引いた部分の前半（「…縮小し」まで）は、資本移動への効果を考慮に入れた表現と受け取れないこともない。しかし引用文後半との関連で見ると、この解釈には無理がある。また上記引用文で言及されている「円問題についての総裁の見解」（注4参照）を検討しても、資本移動が念頭におかれているとは思われない。すなわち『百年史』六は、「当時の日銀は、金利が低下することによって内需が拡大し、これによって輸出プレッシャーが消失し、結果として経常収支の黒字が減少することを念頭においていた」と述べていると見てよい。

ところが、1971年12月の第5次引き下げになると、当時の佐々木総裁は、直後の記者会見において、「対外均衡達成の面から、為替管理政策と金利政策のかねあいが一段と重要になると思われるが、どうか」と問われて、「資金の内外移動を考えた場合には、基準となる金利を海外と大きくかけ離れたものにするのは具合が悪い」と答えている。ただし、すぐ後に、「もっともわが国の場合、為替管理を緩和していくとはいえ、資金が全く自由に出入りする状況にはならず、地理的、国際的な地位を考慮してもそれほど敏感に資金

移動が起こることとは考えにくい。しかしスジとして当然そういう点を考えるべきである」と続けている<sup>(5)</sup>。

他方、1972年6月の第6次引き下げを目前に控えた1972年4月上旬には、佐々木総裁は日銀の本支店事務協議会席上で、次のように述べている。つまり、一方では「根本的には早期に景気を立ち直らせることにより…黒字を減らすことが本筋と思われる」と、それまでの日銀の「拡大均衡の立場を確認」しながら、他方では、さらに金利の国際比較に言及し、「最近は西独に比べ日本の〔金利の〕割高が目につき、これにより結局は外国が日本で起債するのに金利高が邪魔になるということも事実である。こういう点を考えて、金利は国際的な視野からいえばもつと低いのが望ましい」とも述べている<sup>(6)</sup>。

主としては、金利の経常収支効果を念頭に置いているが、少なくとも従としては、金利引き下げによる資本流出の促進も念頭に置いていることが明瞭である。

「円問題についての総裁の見解」当時、即ち1971年6月には、佐々木総裁はまだ為替管理によって資本移動を十分に調整できると信じていたらしい。同総裁は「わが国は（為替投機に見舞われた西ドイツやスイスと異なり…一ノ瀬）、為替管理によって資本の流入を調整できますだけに、欧米諸国とは異なった立場にあり、今後とも、その機動的な運用によって投機を防止することが可能であると信じております」と述べていた<sup>(7)</sup>。

これと、上記の記者会見（1971年12月）や本支店事務協議会（1972年4月）の談話を比較すると、後者の談話のすぐ後に起こったニクソン・ショック時の、リーズ・アンド・ラグズをはじめとする激しい短期資本（国際収支表上の「短期資本」のほかに、量的にヨリ重要なものとして、為銀の対外短期負債を含む）の流入を見て、総裁の認識に変化が生じ、多少は資本移動効果への関心が高まっていたのがも知れない。「多少は」というのは、佐々木総裁の場合、公定歩合の資本移動に対する効果への期待は一厳格な為替管理の

効果への信頼感との関連で一強くはないと読み取れるからである。

要するに1972年4月上旬段階における佐々木総裁の頭の中には、「金利引き下げの国際資本移動への影響」という論理もしくは期待が、やや弱い形ではあったが、存在していた。

しかし、「金利引き下げが国際資本移動に及ぼす影響」への『百年史』六の言及は、管見の限りでは、この総裁見解（当時、非公表の内部資料だった）に尽きる。他には、1972年6月の公定歩合引き下げの目的について、国際資本移動対策という観点からの言及や総括は全く無い。

かくして、1972年6月の第6次公定歩合引き下げにかんする『百年史』六の記述は、この時の引き下げをめぐる郵政省の抵抗（もしくは大蔵省・日銀連合軍と郵政省との対立）には非常に大きなスペースを割いているものの、筆者の観点からすれば、引き下げの目的について、下述Ⅳとの関連で、曖昧なものを残したままになっている。

しばらく『百年史』六の言うところを聞こう。当時の日銀は「景気は緩やかながら回復の方向に向かっており、国内経済の観点からはこれ以上の対策は不要である」と考えていた：そして、もしいっそうの拡大を追求するとすれば、国際収支黒字不均衡の解消のため以外にはありえないが、その場合には相当強力な措置が必要となり、それはインフレを激化させるであろう：したがって、これ以上の拡大は必要ではない、というのが当時の日銀の立場であった（『百年史』六、379-380頁）：しかし、当時の力関係によって、財界、政府を主とする経済拡大路線が佐々木総裁を圧し、結局、第6次引き下げが実現したのだ。

『百年史』六は、この経過を、上記の郵政省の抵抗問題と絡めて述べているのであるが、最終的には「国内経済の観点からみる限り、すでに47年春ごろにはさらに景気刺激措置を積極的にとる必要のない段階にまで経済は着実な回復過程をたどっていた」、それにもかかわらず、公定歩合を引き下げたのだが、「製造業大企業を中心とするビジネス・マインドの低迷が経済動向

のマクロ的判断の面で景気回復力を過小評価させる傾きのあったことは否定できない」と、当時の日銀の状況判断の誤りを（自己）批判している。

国際的な面への配慮については、「しかしより大きな問題は国際収支との関連であった。貿易収支黒字幅が前年よりも拡大する傾向を示すなかで、円再切上げを避けようとするれば、基本的には経済の拡大をいっそう促進する以外には道はなかった」<sup>(8)</sup>としているのであるが、ここで言われる「国際収支」（引用文の下線部分。なお、下線は一ノ瀬）は、後続の文章との関連でみれば、経常収支のみを指すと考えるほかない。この文章の意味するところは、日銀は「金利引き下げ→内需拡大→輸入増大→貿易・経常収支黒字縮小」という、実体経済を経由する引締め波及効果を念頭に置いて、しぶしぶながらこれを実現しようとしたために、第6次引き下げに同意してしまった、ということ以外ではありえない。『百年史』六自体には、先の総裁談話（1972年4月）に姿を見せていた「公定歩合引き下げの国際資本移動に及ぼし得る影響」への関心と言及は消失しているのである。

### III

日本の代表的経済雑誌・新聞をとりあげて、第6次引き下げの目的・背景についての記述を簡単に見ておこう。『エコノミスト』は、この引き下げは従来の基幹産業を代表する経団連と田中角栄を頭とする通産省主導の利下げで、これでは再び設備投資主導型の経済に逆戻りしかねない（→かえって円再切上げに道を開く）、と論評している<sup>(9)</sup>。

『週刊東洋経済』は、もっぱら郵政省と大蔵省・日銀との対立のみを取り上げており、「郵貯騒動も終幕を迎えたが、金利引き下げの本来の目的であった国際収支均衡回復、国内景気回復という大義名分はいかにも色あせてしまった」<sup>(10)</sup>と論評する程度に終わっている。

いずれの場合にも、国際資本移動への目配りはない。

『日本経済新聞』（1972年6月23日号朝刊、および同日夜刊）は、引き下げを紹介した一面記事において、「日銀が公定歩合の引き下げに踏み切るのは、国際収支の黒字国として国内景気を本格的な回復軌道に乗せ輸入を拡大するなど対外不均衡の是正を1日も早く達成していこうとの姿勢を示すものである」などと述べているのみで、とくに国際資本移動対策としての公定歩合引き下げには言及していない。6月24日の社説でも同様である<sup>(11)</sup>。

しかし、3面の少し砕けた解説記事の中では、「このようにスッタモンダのあげくの公定歩合および預貯金金利の引き下げとなったため、大蔵省内には①過大な外貨累積の一つの原因である短資流入への抑制効果が落ちるとともに、わが国からの資本流出の妨げにもなる②中小金融機関の経営を圧迫する③景気を金融政策の面から押し上げる効果が減った一などのマイナス面を指摘する向きもある。もっとも、これには大蔵省が自分の思い通りにコトが運ばなかったこともあって点をからくつけている面もある」と、コメントしている。日経新聞記者が、大蔵省の引き下げ意図として真っ先に国際資本移動への効果を挙げている点は、興味深い。大蔵省の意図を直接取材や大蔵省幹部の従来の談話などで知っていたためではないか、と推測させる。

#### Ⅳ

さて、以上に対して大蔵省筋には、引き下げの目的について、明確に二本立て的な意識がみられる。しかも、短資効果に相当の期待をかけている。

1971年12月28日付けの『日本経済新聞』第3面には、先にも引用した佐々木総裁の記者会見（1971年12月28日）の様子が紹介されているが、同じ面に当時の近藤大蔵省銀行局長の記者会見の記事がある。その中で同局長は「日銀が公定歩合を引き下げたねらいは三つあったとみられる。第一は国際的金利低下傾向に加え、政府も為替管理を自由化するので短資が流入するおそれがあり、これを防ぐこと」と、真っ先に短資効果を挙げ、第二に非製造業投



資や消費者ローンの拡大による不況脱出、第三に国内の金融構造の変化と経済の主体が低生産性部門に移ることへの備え、と並べている。ただし、これは第五次引き下げについてである。

同じく第五次引き下げについてであるが、当時、大蔵省銀行局課長補佐であった小粥正巳氏は、大蔵省広報誌『ファイナンス』において、今回引き下げの趣旨は、まず景気のスリやかな回復にあるとしつつ、他方で「海外金利の動向を見ると、1970年から71年にかけて、全体として低下傾向が続いており、12月現在で、フランスを除く主要国の公定歩合は、いずれも5%以下となっている」「国際通貨調整決着後の新しい状況下では、為替管理も緩和の方向をとることは必然」「これからの金融政策は、国際短資対策の見地から、海外金利の動向に注目せざるをえない」「その意味からしても、今回の0.5%引き下げにより、新公定歩合が4%台になって、主要国の水準とほぼバランスがとられたのは、まことに時宜を得た妥当な公定歩合操作」などと述べている<sup>(12)</sup>。

氏の論述は、1972年6月の第6次引き下げに先立つ1971年12月の引き下げについてのものであるが、公定歩合引き下げが国際資本移動に及ぼす効果への期待を明快に語っている。

同誌1972年7月号(20-21頁)において、主税局税制第一課課長補佐の中田一男氏は、1972年5月20日の閣僚懇談会に基づく「対外経済緊急対策」7項目について、「今回の対策の中で、預貯金金利の引き下げを中心として、各種金利の引き下げを行なおうとしていること…は…景気の現況、資金需給の実態、国際的な金利水準との比較等から総合判断して、妥当な金利水準を実現するための施策であり、かりに放置しておけば、意図せざる高金利政策に陥って、景気のスリをひっぱり、資本輸出を阻害し、外資の流入圧力を助長する結果になりかねないような状況を回避するための施策」「今回の措置による金利水準の低下は、短期長期の資本収支にも好影響…現行の厳格な為替管理制度のもとにおいても、貿易金融については、内外の金利差に応じて、海

外金利の方が有利であれば、外銀からの借入れ等短資流入が増加し、これが外貨準備を増加させる効果をもっているが、今後の国内金利の低下は、海外金利の上昇傾向と相まって、このような短期資金の流入の抑制、あるいはその還流の促進に貢献する」と述べている。この「対外経済緊急対策」こそが公定歩合第6次引き下げの基盤になったものであるが、中田氏が第6次引き下げについて、経済拡大効果と国際資本移動効果の二つを念頭に置いていることは明瞭である。

同誌1972年8月号所載「預貯金金利を含む金利引き下げ」の筆者深井道雄氏（当時、銀行局総務課課長補佐）は、第6次公定歩合引き下げを論じて、まず、次のような水田蔵相（引き下げ当時）の談話を紹介している：「今回の措置により、金利全般が一段と低下し、景気の回復が促進されるとともに、わが国の資本収支にも好影響をもたらされ」云々。ついでみずから「第一の狙いは、言うまでもなく、当面の景気のすみやかな回復を図ること」「第二の狙いは、対外均衡の観点からして国内金利の一層の低下を図ろうということである…もちろん、わが国は西欧諸国と異なり、為替管理がきびしいという事情などがあるから、内外金利差の動向だけから、直ちに内外資金流入の向きが大きな規模で影響をうけるということは期待されまい。しかし、今回の引き下げによって、長、短金利合わせて金利全般の低下が一段とすすめば、たとえば、円建外債の発行が刺激されるなど、内外資金の動きに対して、漸次好ましい影響の及んでくることは、十分期待し得るであろう」などと述べている（41-42頁）。見られるように、引き下げ目的についての見方は、やはり二本立て的である。

7月7日に水田氏の次の蔵相となった植木庚子郎氏は、同誌1972年8月号の「植木新大蔵大臣、当面の財政金融政策を語る」において、次のように述べている。

「今回…金利全般におよぶ引き下げ…これは…国内的には景気回復を促進するとともに、わが国の対外資本収支にも好影響をもたらす」云々。（9-10

頁)

いずれにせよ、大蔵省側でかくも明瞭に政策目的として挙げられている事項—金利引き下げが国際資本移動におよぼす影響への期待—が、『百年史』六では、前記の佐々木総裁談話（1972年4月の日銀本支店事務協議会の席上）からの引用文にチラリと姿を見せる以外、まったく登場しない。このことは、筆者には奇妙の感を与える。

為替管理を担当している大蔵省と狭義の金融政策を担当している日銀との間の、記述上の分業にすぎないのであろうか。あるいは、たんに当時の日銀幹部たちもしくは後の『百年史』執筆者たちが、もしくはその双方が、当時については公定歩合の国際資本移動への影響は問題とするに足りないと考えていたのか（ただし、佐々木総裁は前記のように引き下げの国際資本移動への効果を、ある程度考えていた）。あるいは、『百年史』六が短資効果に言及していないのは、何か別の理由によるのであろうか。

いずれにせよ、戦後金融政策史（広くは戦後経済史）の研究者としては、『百年史』六が重要な点について説明を与えていない、という印象を拭い難い。

以上のような、日銀側と大蔵省側の、第6次引き下げの目的をめぐる記述ギャップの意義、公定歩合引き下げが国際資本移動に及ぼした実際の影響などの探求が、興味深い課題となる。問題の第6次引き下げが、当時、日銀内部では景況との関連で、懸念含みで語られていたことは、前記の通りである。その意味では通貨当局としては、不合理な決定であった。その不合理な決定は、たんに情勢判断の甘さや、政府の力への屈服、もしくはその混交から生じたのかもしれない。

しかし、もし、『百年史』六では説明していないだけであって、実は日銀の内部にも大蔵省筋と同様に、公定歩合引き下げの国際資本移動への効果を期待する要素が相当にあったとすれば、決定は、事前的には国内景況だけとの関連で見た場合ほど失当なものではなく、半ば合理的な信念に基づく行動で

あった、という側面を有することになる<sup>(13)</sup>。

筆者は決して上記（「信念に基づく決定」論）を強い推測として保持しているわけではない。たんに一つの可能性として考えているに過ぎない。しかし、いずれにせよ、内外の激動する情勢の中で、当時の日銀が公定歩合の対資本移動効果をいかに考えていたのかが、正史である『百年史』六において明確にされていないのは残念である。

通貨、財政当局の実際の内情を知り得ない我々にとっては、当時の一次資料が開示されない限り、問題への決定的な解答は得にくい。資料開示の早からんことを願う。

#### 注

- (1) ここで連続的と言うのは、必ずしも時間的にすぐに接続していることを意味しない。引き上げや引き下げが一方的に段階的に行なわれるという意味である。
- (2) 『百年史』六、372－385頁の骨子
- (3) ここで言及されている「対外発表文」はごく短文の抽象的なもので、ここからは詳しいことは何もわからない（一ノ瀬）。原文は日銀『調査月報』1971年1月号参照。
- (4) この「円問題についての総裁見解」は日銀が1971年6月に内部資料として作成したもので、『百年史』第6巻309－310頁に概要が紹介されている（一ノ瀬）。
- (5) 『日本経済新聞』1971年12月29日
- (6) 『百年史』六、380頁
- (7) 佐々木総裁「第25回全国銀行大会における総裁挨拶」1971年6月1日（日本銀行調査局『調査月報』1971年6月号）
- (8) 以上、385頁。なお、これに続けて、物価がまだ比較的落ちついていたのも、結果的には判断を誤らせた：さらに、既存資産への投機的支出の拡大や海外インフレの進展を、結局は過小評価していたことになり、「公定歩合引き下げがもたらすであろうインフレ的影響についての見方が甘かったこと、さらに通貨価値安定を最大の使命とする中央銀行としてこの問題への取組みが適切でなかった」と、反省を加えている。
- (9) 「財界・通産主導下の利下げ」1972年7月4日号。
- (10) 「泥にまみれて全面利下げ実現」1972年7月1日号
- (11) ただし、半年前の1971年12月末の引き下げの際は、「今回の公定歩合引き下げについて、大蔵省、日銀はその直接的なねらいを『円切上げ不況』の打開に置き、これにより円の大幅切上げによる産業界の不安感をテコ入れしたい考えである。ただ、こうした不況対策としての側面とともに、今後の方向として金融政策に国際的な短資対策の意味

が加わってくることを重視し始めている。特に大蔵省、日銀は円切上げ後の為替政策について従来のきびしい為替管理を弾力化せざるをえないと判断しており、しかも円切上げ後も円の強さが注目されている状況では、金利を国際的にみて最も低い水準に置く必要があるとみている」（『日本経済新聞』1971年12月29日号、朝刊）と、述べている。この記事は引き下げの目的を第一に国内景気浮揚、第二に国際短資対策と理解しており、後述の大蔵省筋と同じ見方になっている。ただ、政策当局としての大蔵省と日銀をまとめて論じているので、この二本立て的な政策目的をどの当局が強く保持していたかを明確にしていない。

(12) 1972年2月号、25-26頁

(13) 上記のように、大蔵省の幹部たちは、国内景気対策と国際資本移動対策とをほぼ同じ比重をもたせて考えていたようである。後の議論は、国内景況対策のみに視線を向けて、両当局がまったく失当な判断を下したと考えがちであるが、資本流出促進・流入抑制を念頭に置いていたのなら、この利下げ決定自体は、別段、失当なものではない。